

***Caisse de dépôt et placement
du Québec : le calme après la
« tempête parfaite »?***

Mathieu Laberge¹⁰⁰

Marcelin Joanis¹⁰¹

François Vaillancourt¹⁰²

Introduction

L'année 2008 a été une année difficile pour la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) – une « tempête parfaite » selon son ex-PDG, Henri-Paul Rousseau. Alors qu'elle avait connu des rendements appréciables au cours des années passées, la Caisse a vu ses actifs fondre du quart en 2008 alors que la crise financière mondiale battait son plein. Bien que la plupart des grandes institutions financières aient connu un

100. Mathieu Laberge est économiste et directeur de projet au CIRANO.

101. Marcelin Joanis est professeur au département d'économique de l'Université de Sherbrooke et chercheur au CIRANO et au GRÉDI.

102. François Vaillancourt est professeur titulaire au département de sciences économiques de l'Université de Montréal et fellow au CIRANO. Les auteurs souhaitent remercier chaleureusement Jonathan Leblanc pour sa collaboration à la préparation de ce chapitre.

rendement négatif en 2008, ce recul de la CDPQ est imposant lorsqu'on le compare aux caisses de retraite comparables. À titre de comparaison, le régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS) a réalisé un rendement négatif de 15,3 % en 2008, alors que celui des enseignants ontariens (TEACHERS) a connu un rendement négatif de 18 %¹⁰³. La Caisse demeure toutefois parmi les grands gestionnaires de fonds qui ont connu des rendements positifs à moyen terme¹⁰⁴.

L'ampleur des pertes de l'an dernier, 39,8 milliards de dollars au 31 décembre 2008, a contribué à lancer un débat sur la gouvernance et la mission de la CDPQ qui a occupé le devant de la scène économique et financière au Québec tout au long de l'année 2009. Parmi les principales questions soulevées, notons-en quatre :

- **L'impact immédiat de la crise financière** : Pour quelles raisons la Caisse a-t-elle réalisé des pertes aussi importantes en 2008?
- **Le « double mandat »** : Y a-t-il un conflit entre favoriser le développement du Québec et générer un rendement optimal pour les déposants?
- **Le développement économique** : La Caisse a-t-elle mis de côté son rôle dans le développement économique du Québec?
- **La reddition de comptes** : La Caisse rend-t-elle suffisamment compte de ses activités au cours d'une année financière?

L'objectif de ce chapitre est en quelque sorte de faire la synthèse de ces quatre aspects du débat qui a fait rage en 2009

103. Rapport annuel 2008 OMERS (p. 9) et Rapport annuel 2008 TEACHERS (Highlights). Il est important de noter que les conventions comptables appliquées par chaque gestionnaire de fonds peuvent différer.

104. CDPQ, *Rapport annuel 2008*, p. 1.

autour de la CDPQ. Sur chaque thème, nous chercherons à mettre en perspective les événements récents avec le rôle et les performances historiques de la Caisse. Le chapitre aborde tour à tour le rendement et l'actif sous gestion de la Caisse, son mandat, son rôle dans le développement économique au Québec, et la place des déposants au cœur de la structure d'imputabilité à la Caisse.

La présence de ce chapitre dans ce volume peut a priori surprendre. Il faut cependant se rappeler que les résultats de la CDPQ ont un impact sur les finances publiques du Québec. Par exemple, les rendements du Fonds d'amortissement des régimes de retraite (FARR) ont un impact sur le service de la dette. Les rendements de la Caisse affectent également les besoins en financement de la Commission de la santé et de la sécurité du travail (CSST) et de la Régie des rentes du Québec (RRQ). Si ces organismes devaient éventuellement hausser leurs cotisations pour financer les bénéficiaires qu'ils versent, la pression fiscale subie par les contribuables québécois augmenterait et la possibilité pour le gouvernement du Québec d'augmenter ses impôts et taxes pour financer ses activités propres diminuerait. Les rendements négatifs de la Caisse font donc partie intégrante des défis soulevés en 2009 par la crise financière et la récession.

Le rendement et l'actif sous gestion de la caisse en perspective

Les épisodes de rendements négatifs ont été peu nombreux depuis la création de la CDPQ. En 42 ans d'existence, elle n'a connu que huit années de rendements négatifs. La pire performance de son histoire avant 2008 a été un rendement de -9,6 % en 2002. La contre-performance de 2008 a quatre causes principales :

- La chute brutale des marchés boursiers au dernier trimestre de 2008;

- La politique de couverture des changes en vigueur à la Caisse, combinée à la grande volatilité de la valeur du dollar canadien en 2008;
- Les papiers commerciaux adossés à des actifs (PCAA) non-bancaires, des instruments financiers dont l'évaluation du niveau de risque était imparfaite; et
- La méthode de comptabilisation à la juste valeur (*mark-to-market*) pour les actifs disponibles à la vente.

La Caisse estime que 12,3 points de pourcentage de son rendement négatif de 39,8 milliards de dollars (-25 %) sont explicables par la crise financière qu'elle a dû affronter¹⁰⁵. La Caisse rapporte par ailleurs que sa politique de couverture du taux de change a coûté 8,9 milliards de dollars en 2008, alors que l'appréciation des actifs étrangers due à la dépréciation du dollar canadien en octobre 2008 a été de 11,3 milliards de dollars. L'augmentation de la valeur des actifs étrangers a donc été presque complètement contrebalancée par le coût de la politique de couverture de change, ne laissant qu'un gain net de 2,4 milliards de dollars¹⁰⁶. La Caisse mentionne toutefois que, sur une période de 10 ans, la politique de couverture de change qu'elle a adoptée a donné des résultats légèrement positifs sur son rendement. Les PCAA sont quant à eux responsables d'une charge additionnelle de 4 milliards de dollars en 2008. Au total, plus de la moitié (56,3 %) des pertes enregistrées au 31 décembre 2008 demeuraient des pertes non matérialisées.

Ces pertes annuelles spectaculaires ne doivent toutefois pas faire perdre de vue le fait que le rendement d'un gestionnaire de régime de retraite, ce qu'est principalement la Caisse, vise à financer les pensions des cotisants lors de leur retrait du marché du travail. Un tel gestionnaire a donc nécessairement un

105. Cela correspond aux deux tiers du rendement négatif du portefeuille de référence. Voir : CDPQ, *Rapport annuel 2008*, p. 30.

106. CDPQ, *Rapport annuel 2008*, p. 9.

horizon temporel de long terme : les retraites de la plupart des cotisants actifs sont distantes de plusieurs années et les prestations des cotisants retraités se prolongent sur une période de temps étendue. Il est donc fondamental de considérer le rendement sur le long terme de la CDPQ. Plus la période de temps considérée est longue, plus il est probable que la performance enregistrée traduira la véritable performance du gestionnaire.

Omers et Teachers

En termes de positionnement parmi les grands gestionnaires de fonds, la CDPQ a relativement bien fait dans les années passées puisqu'elle s'est classée au premier quartile des caisses gérant plus d'un milliard de dollars de 2004 à 2007. En 2008, elle s'est toutefois classée au quatrième quartile. Sa performance décevante de 2008 a d'ailleurs un impact important sur sa performance historique, puisque sur un horizon de cinq ans (2004-2008), la Caisse se classe maintenant au troisième quartile¹⁰⁷.

Malgré les rendements fortement négatifs de 2008, la performance de la Caisse et des grands gestionnaires ontariens de régime de retraite demeure positive sur un horizon de cinq ans, comme le montre le **tableau 36**. Ainsi, la CDPQ enregistre un rendement annuel moyen de 2,5 % au cours des cinq dernières années. OMERS connaît pour sa part un gain annuel moyen de 6,5 % et TEACHERS, de 4,2 %.

107. CDPQ, Rapport annuel 2008, p. 1.

Tableau 36 : Rendements annuels moyens, CDPQ, OMERS et TEACHERS, 1995-2008

	CDPQ (%)	OMERS (%)	TEACHERS (%)
1995-1999	14,7	12,7	15,8
2000-2004	3,8	4,7	7,5
2005-2008	2,5	6,5	4,2
Moyenne annuelle 1998-2008	5,1	6,8	7,5
Différence par rapport à la CDPQ	-	1,7	2,4

Source : Rapports annuels au 31 mars 2008, CDPQ, OMERS et TEACHERS et calculs des auteurs.

De 2000 à 2004, le rendement annuel moyen de la Caisse avait été de 3,8 %, soit légèrement moins qu'OMERS (4,7 %) et près de deux fois moins que TEACHERS (7,5 %). De 1995 à 1999, la CDPQ a connu un rendement annuel moyen de 14,7 %, comparativement à 12,7 % pour OMERS et 15,8 % pour TEACHERS.

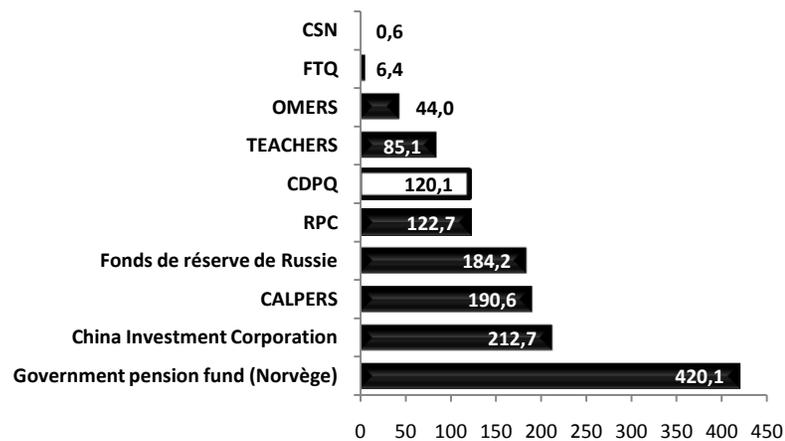
Sur une période de 10 ans, de 1998 à 2008, le rendement annuel moyen d'OMERS a été de 1,7 point de pourcentage supérieur à celui de la Caisse, alors que celui de TEACHERS l'a excédé de 2,4 points de pourcentage. Pour cette période de dix ans, le rendement annuel moyen de la CDPQ a été de 5,1 %, comparativement à 6,8 % pour OMERS et à 7,5 % pour TEACHERS.

L'actif sous gestion: Comparaisons internationales

Il demeure que, dans ce domaine, le jeu des comparaisons est risqué. Notons, par exemple, que le rôle de gestionnaire de régime de retraite n'est que l'un des rôles de la CDPQ, dont plusieurs déposants sont des régimes d'assurance et des fonds

spéciaux du gouvernement du Québec (nous y revenons plus loin). Par conséquent, comme le montre le **graphique 96**, la valeur nette de la CDPQ (120,1 milliards de dollars en 2008) surpasse celle de TEACHERS (85,1 milliards de dollars) et d'OMERS (44,0 milliards de dollars). L'actif net de la CDPQ est comparable aux 122,7 milliards de dollars du Régime de Pension du Canada (RPC), le régime frère du RRQ dans le reste du Canada. Quant au Fonds de solidarité de la Fédération des travailleurs du Québec (FTQ), un acteur important sur le marché du capital de risque au Québec, il est 19 fois plus petit que la CDPQ.

Graphique 96 : Valeur nette de certains gestionnaires de fonds, 2008
(milliards de dollars)



Sources : Rapports annuels 2008, CDPQ, OMERS, TEACHERS, Fonds de solidarité, Fonds d'action, Government Pension Fund (Norvège) et Financial Times (Corporate finance), 24 janvier 2008.

Note : L'année financière du Fonds de solidarité se termine le 31 mai et celle du Government Pension Fund au 31 juin. Les données présentées sont donc au 31 décembre 2008, sauf pour le Fonds de solidarité pour lequel elles sont au 31 mai 2009 et pour le Government Pension Fund qui sont au 31 juin 2008. Les données internationales ont été converties en dollars canadiens au taux de un dollar canadien pour 0,9404 dollar américain, qui correspond à la moyenne du taux de change pour l'année 2008. Les données de Russie datent de 2004.

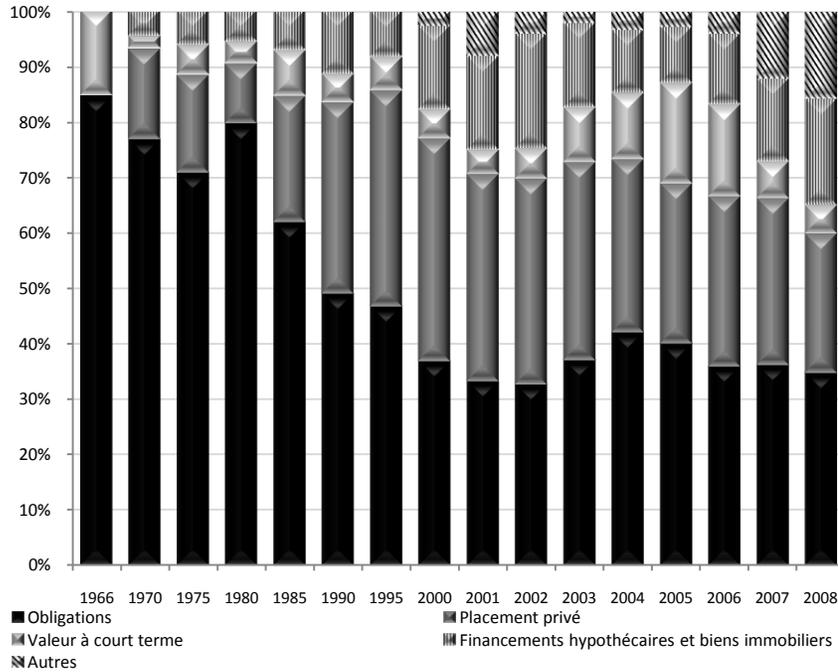
Au Canada, la Caisse est donc un joueur dominant. Par contre, si l'on compare la Caisse à d'autres grands joueurs financiers internationaux, on remarque que ceux-ci sont souvent plus importants que la Caisse. Par exemple, le fonds de pension public de Californie (CalPERS) a une capitalisation totale de 190,6 milliards de dollars en 2008. De même, les fonds souverains de Norvège, de Chine et de Russie – avec des missions différentes – sont beaucoup plus imposants que la CDPQ¹⁰⁸.

Composition du portefeuille global de la Caisse

Comme le montre le **graphique 97**, la composition du portefeuille global de la CDPQ a évolué au fil du temps. Alors qu'en 1966 la vaste majorité des placements de la Caisse étaient faits sous forme d'obligations (85 %), 40 ans plus tard les obligations ne représentaient plus que 36 % des instruments de placement. Les placements privés (actions et valeurs convertibles) ont été introduits dans le portefeuille de la Caisse à la fin des années 1960. Ils ne prendront une part importante du portefeuille qu'à partir du milieu des années 1980. En 1985, les placements privés représentaient près du quart du portefeuille de la CDPQ, contre 40 % en 2000. Depuis 2005, les placements privés occupent entre 25 % et 30 % du portefeuille. Les financements hypothécaires, les biens immobiliers ainsi que les valeurs à court terme occupent aussi une part non négligeable du portefeuille de la Caisse.

108 La question de la taille de la Caisse surgit périodiquement dans le débat public. Certains ont argumenté que la Caisse avait atteint une taille sur-optimale. C'est notamment le cas de l'économiste Léon Courville, tel que rapporté dans DUTRISAC, R., « Une Caisse ou Trois », *Le Devoir*, 28 février 2009. S'il est possible qu'une division de la CDPQ en plusieurs entités pourrait théoriquement permettre de tirer des bénéfices de la concurrence entre divers fournisseurs de services financiers, le bénéfice empirique d'une scission de la Caisse en plusieurs entités reste à démontrer.

Graphique 97 : Part des différents instruments de placement dans le portefeuille de la CDPQ, années choisies, 1966-2008 (en pourcentage)



Sources : Vaillancourt (2000) et Rapports annuels de la CDPQ 2000 à 2008.

Note : La catégorie « autres » comprend les « sommes à recevoir relatives aux placements » (21 613 millions de dollars en 2008) et les « PCAA de tiers et bancaires » (7 187 millions de dollars en 2008).

La performance décevante de la Caisse en 2008 qui, par ricochet, plombe l'image que l'on a aujourd'hui de ses rendements sur les cinq ou dix dernières années a ravivé le débat autour du mandat de l'institution. Le rendement de 2008 aurait-il été le symptôme d'un virage récent en faveur de la poursuite à tout crin d'un rendement maximal, au détriment du développement de l'économie québécoise? La prochaine section rappelle la petite histoire des objectifs de la Caisse.

La petite histoire du « double mandat »

La CDPQ a été fondée en 1965 lors de l'adoption de la *Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*. Elle a reçu son premier dépôt de la RRQ cette année-là. Le modèle dont s'est inspiré le gouvernement de Jean Lesage pour créer la CDPQ est celui de la Caisse des dépôts et consignations en France.

La nécessité d'un gestionnaire public de fonds au Québec provient d'une promesse électorale du Parti Libéral du Québec lors des élections de 1960. Les Libéraux avaient alors promis la création d'un régime de pension québécois afin de faciliter le transfert des fonds de pension entre les employeurs¹⁰⁹. La question de la gestion des fonds du régime de pension – par une institution publique ou par un gestionnaire privé – n'a été résolue que lors de la création de la CDPQ en 1965. Selon Vaillancourt (2000), c'est principalement le désir d'avoir accès à de nouveaux fonds gérés et possédés par le gouvernement du Québec, et conséquemment par des francophones, qui a joué dans le choix de la seconde option. Les difficultés rencontrées lors du financement de la nationalisation en 1962 par Hydro-Québec d'actifs hydroélectriques auraient également joué un rôle dans cette décision.

À l'origine, les objectifs de la Caisse ont été énoncés dans le discours du 9 juin 1965, prononcé devant l'Assemblée nationale par Jean Lesage à l'occasion du débat en deuxième lecture du projet de loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec. Dans ce discours, il lui attribuait deux objectifs : (1) la protection des avoirs des déposants en obtenant un rendement suffisant, ainsi que (2) le développement économique à long terme du Québec. L'extrait qui suit montre bien que ce « double

109. Vaillancourt, F., *The Québec Pension Plan, Institutional Arrangements and Lessons for Alberta*, in Boothe, P. (ed) *Separate Pension Plan for Alberta: Analysis & Discussion*, Calgary : University of Alberta Press, 2000, p. 23.

mandat » était présent dès la création de la Caisse¹¹⁰. Or, si le discours de Jean Lesage fait directement référence aux attentes de financement à bas taux pour les projets publics, le premier ministre évite soigneusement de prioriser un ou l'autre des objectifs de la CDPQ :

Il faut, indiscutablement, assurer aux dépôts la sécurité que l'on est en droit d'attendre d'un organisme convenablement géré. [...] Les intérêts des Québécois ne s'arrêtent pas, après tout, à la sécurité des sommes qu'ils mettront de côté pour assurer leur retraite. Des fonds aussi considérables doivent être canalisés dans le sens du développement accéléré des secteurs publics et privés, de façon à ce que les objectifs économiques et sociaux du Québec puissent être atteints rapidement et avec la plus grande efficacité possible. [...] Encore ne faut-il pas entretenir d'illusions sur l'usage qui doit être fait de la Caisse. En particulier, on aurait tort de croire que cet instrument doit servir à financer, dans n'importe quelle condition, des projets économiques ou sociaux si essentiels soient-ils. La Caisse n'est pas destinée à subventionner le gouvernement, les municipalités, ou les commissions scolaires et les entreprises. Il ne peut être question, comme on a semblé le croire dans certains milieux, qu'elle prodigue des prêts à des taux d'intérêts très bas, à plus forte raison sans intérêt. Elle doit pouvoir satisfaire à la fois à des critères de

110. À l'origine de la Caisse, Vaillancourt (2000, p. 24) lui confère en fait quatre objectifs : (1) stimuler la croissance économique du Québec, (2) gérer prudemment les fonds des déposants, (3) accroître le marché pour les obligations du gouvernement du Québec, et (4) accroître la part des francophones dans l'économie du Québec.

*rentabilité convenable et rendre disponibles ses fonds pour le développement à long terme du Québec*¹¹¹.

Ce double mandat, qui apparaît pourtant clairement à la dernière phrase de l'extrait, n'a pas été incorporé dans la loi constitutive de la CDPQ. La priorité accordée à chaque objectif a donc évolué au gré des changements de gouvernement au Québec et à la direction de la Caisse. Les deux objectifs de la CDPQ n'ont été formellement enchâssés dans sa loi constitutive qu'à la faveur d'une modification législative en janvier 2005. Les objectifs de la Caisse sont donc maintenant spécifiquement mentionnés dans la *Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*. Celle-ci stipule expressément que : « La Caisse a pour mission de recevoir des sommes en dépôt conformément à la loi et de les gérer en recherchant le **rendement optimal** du capital de ses déposants dans le respect de leur politique de placement tout en contribuant au **développement économique du Québec**¹¹². »

Le libellé de la loi actuelle maintient toutefois la même ambiguïté que le discours de Jean Lesage, prononcé 40 ans plus tôt, quant à l'importance relative de chacun des objectifs. En 2009, certains intervenants (notamment les partis d'opposition à l'Assemblée nationale) ont plaidé que la modification aux objectifs de la Caisse en 2005 a eu pour effet d'exposer les avoirs des déposants à un risque accru.

Nous avons précédemment passé en revue les rendements récents de la Caisse. La prochaine section s'attarde au second volet du « double mandat » : le rôle de l'institution dans le développement économique du Québec.

111. Notes du discours de l'Honorable Jean Lesage, prononcé en Chambre le 9 juin 1965, lors de la présentation en deuxième lecture de la *Loi de la Caisse de dépôt et placement du Québec*, <http://www.lacaisse.com/> [accédé le 17 juillet 2009].

112. *Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, L.R.Q. Chapitre C-2, section 1, art. 4.1.

La Caisse comme instrument de développement économique

Le concept même de « développement économique » laisse beaucoup de place à l'interprétation. En pratique, le mandat de développement économique est à géométrie variable selon la direction en place à la Caisse. Ses rapports annuels reflètent cette variation dans la portée du mandat de développement économique, l'information présentée sur cet aspect de la mission de la Caisse variant d'un rapport annuel à l'autre.

Par exemple, en 2005, la CDPQ axait ses interventions de développement économique sur le capital de risque, le financement des PME, la relève entrepreneuriale et l'offre de financement aux entreprises jugées rentables mais qui peinent à se trouver du financement privé. Les documents de la Caisse reconnaissent au passage que cette dernière forme d'intervention était plus rare puisque les entreprises profitaient de la situation économique favorable de l'époque pour trouver du financement plus abordable sur le marché privé.

En plus des secteurs de développement économique mentionnés précédemment, la Caisse a adopté en 2006 la pratique d'inclure son rendement positif supérieur aux attentes comme faisant partie des montants qu'elle dédiait au développement économique. La CDPQ invoquait alors que des rendements supérieurs aux attentes contribuent à augmenter le revenu disponible des déposants, donc à développer l'économie québécoise. La Caisse a donc tendance à adopter une définition du « développement économique » très large, mettant l'accent sur le rôle général qu'elle joue dans l'économie québécoise.

En 2007 et en 2008, la Caisse a commencé à présenter le montant de ses placements au Québec dans ses rapports annuels. Comme le montre le **tableau 37**, la Caisse avait des actifs totaux de 39 milliards de dollars au Québec en 2007 et de 33,4 milliards de dollars en 2008. Ce montant correspond environ au tiers de la capitalisation de la CDPQ en 2008. Près

des deux tiers de cette somme, soit 60 % en 2007 et 65 % en 2008, étaient investis dans des titres fixes et des devises.

Tableau 37 : Actif total de la Caisse de dépôt et placement au Québec, 2007-2008 (en milliards de dollars)

	2007	2008
Placement privés	6,0	3,8
Marchés boursiers	2,4	1,6
Revenu fixe et devises	23,6	21,7
Immobilier	6,9	6,3
Total	39,0	33,4

Source : Rapport annuel 2008 de la CDPQ, p. 126.

Note : Pour déterminer la localisation géographique d'un actif, la CDPQ utilise « le lieu du siège social de la société ou de l'émetteur de titres, ou encore, dans le cas de l'immobilier, l'emplacement géographique des biens. »

Il est difficile d'évaluer le montant de ces actifs qui contribuent directement au développement économique du Québec à chaque année. Les montants présentés dans le **tableau 37** reflètent les stocks de capitaux investis au Québec. Ils sont donc le reflet d'un ensemble de flux d'investissements passés. Malheureusement, la variation annuelle du stock d'actifs ne peut être utilisée pour évaluer la valeur de ce flux, sachant que cette variation dépend à la fois des ajouts au et retraits du stock mais également de la variation de la valeur marchande des actifs.

D'autre part, certaines catégories constituent difficilement des investissements pour le développement économique du Québec. Par exemple, les actifs de type revenus fixes sont largement constitués d'obligations gouvernementales, de sociétés d'État ou de très grandes sociétés. Les portefeuilles de devises sont un autre exemple d'instrument financier qui contribue peu au développement économique. Les placements privés sont les instruments d'investissement qui semblent les plus aptes à atteindre les objectifs de développement économique de la Caisse en termes de capital de risque et de

développement des PME. Leur valeur atteignait 6 milliards de dollars en 2007 et 3,8 milliards de dollars en 2008.

Comment se compare la contribution de la Caisse au développement économique du Québec à celle des autres organismes publics qui partagent cet objectif? Le **tableau 38** dresse un inventaire des principales dépenses en développement économique du gouvernement du Québec au cours des cinq dernières années. Les grands fonds subventionnaires et les portefeuilles d'investissement comme la Société générale de Financement (SGF), Investissement Québec et les Innovatechs ont été considérés¹¹³. De plus, les dépenses fiscales susceptibles de contribuer au développement économique ont été ajoutées¹¹⁴.

113. La SGF est une société mise sur pied par le gouvernement du Québec pour investir du capital de démarrage dans les entreprises québécoises. Elle vise donc à favoriser l'émergence de nouvelles entreprises. Investissement Québec quant à elle vient supporter les entreprises québécoises à tous les stades de leur développement, alors que les Innovatechs ont été créées par le gouvernement avec le mandat de développer pour fournir du capital de risque aux entreprises québécoises sur une base régionale.

114. Les dépenses fiscales incluent toute dépense destinée aux entreprises ou aux particuliers qui ont pour but de développer l'économie québécoise. Parmi celles-ci, on retrouve celles qui sont destinées à la recherche et développement en entreprises, aux investissements régionaux ou sectoriels, les crédits d'impôts pour contribution à un fonds de travailleurs, le Crédit d'impôt pour l'acquisition d'actions de Capital régional et coopératif Desjardins et les dépenses fiscales visant à favoriser la nouvelle économie.

Tableau 38 : Dépenses en développement économique du gouvernement du Québec, 2004-2008 (en millions de dollars)

Type d'entreprise	2004	2005	2006	2007	2008	Moyenne
<i>Dépenses fiscales du gouvernement du Québec</i>	1 700	1 747	1 827	1 961	2 119	1 871
<i>Investissement Québec</i>	936	1 224	860	642	1 818	1 096
<i>Ministère du développement économique, de l'innovation et des exportations</i>	848	811	576	619	759	723
<i>Société générale de Financement</i>	180	78	233	233	176	180
<i>Centre de recherche industrielle du Québec</i>	24	23	22	21	11	20
<i>Sociétés Innovatech Chaudière-Appalache</i>	15	7	7	4	5	7
Total	3 703	3 890	3 524	3 480	4 887	3 897

Sources : Ministère des Finances, *Dépenses fiscales 2004-2008*; Investissement Québec, *Rapports annuels 2004-2008*; Société générale de Financement, *Rapports annuels 2004-2008*; CRIQ, *rapports annuels 2004-2008*; Ministère des Finances, *Comptes publics, volume 2, 2004-2008*.

Comme le montre le **tableau 38**, les montants consacrés au développement économique par ces organismes sont substantiels. Au cours des cinq dernières années, ils ont dépensé en moyenne 3,9 milliards de dollars annuellement pour le développement économique du Québec. Les deux sources les plus importantes d'investissement pour le développement économique du Québec sont, dans l'ordre, les dépenses fiscales du gouvernement et Investissement Québec.

En plus d'être difficiles à évaluer formellement, les dépenses annuelles en développement économique au Québec de la CDPQ apparaissent relativement faibles par rapport à l'ensemble des autres dépenses du même genre effectuées par des organismes similaires. Par exemple, alors que le *stock* de placements privés de la Caisse au Québec est de 3,8 milliards de dollars en 2008, le *flux* annuel moyen des interventions inventoriées au **tableau 38** est de 3,9 milliards de dollars (pour un total sur cinq ans de plus de 19 milliards de dollars). Plus récemment, la réalisation du mandat de développement

économique de la Caisse semble avoir pris une forme différente des investissements traditionnels. Par exemple, au plus fort de la crise financière et de la récession, la CDPQ a participé à hauteur de 250 millions de dollars à un fonds de sauvetage et de capital de risque consenti aux entreprises québécoises dans le domaine des technologies¹¹⁵. Cette mise à la disposition des entreprises québécoises d'un financement risqué a probablement eu pour effet d'accroître l'exposition au risque de marché de la CDPQ. Le conseil d'administration a tout de même acquiescé à l'octroi de ces sommes en vertu de son mandat de développement économique.

Si l'objectif de développement économique fait partie intégrante du mandat de la Caisse depuis sa fondation, force est d'admettre qu'en pratique elle joue un rôle relativement limité dans ce domaine. D'autres organismes (SGF, Investissement Québec, MDEIE, etc.) en sont les principaux joueurs. Compte tenu de son double mandat, il est difficile pour la Caisse d'agir autrement que ponctuellement, par une intervention complémentaire à l'ensemble des autres organismes de développement économique.

Il demeure que la CDPQ peut contribuer au développement économique du Québec en mobilisant une épargne qui ne l'aurait pas été autrement et en l'utilisant pour financer des investissements publics ou des investissements privés. La CDPQ peut financer des investissements publics par l'achat d'obligations du gouvernement du Québec¹¹⁶. Elle peut également faciliter les investissements privés en fournissant à

115. Le Fonds de solidarité (250 millions de dollars) et Investissement Québec (200 millions \$) et des investisseurs institutionnels (125 millions de dollars) y ont également contribué. CDPQ, communiqué de presse du 27 avril 2009.

116. Un accroissement des investissements publics (et non des dépenses courantes du gouvernement) tels des routes ou des hôpitaux peut contribuer à la productivité du secteur privé. Par exemple, une autoroute peut réduire les coûts de transport encourus par les entreprises.

des investisseurs privés du capital par l'achat d'obligations ou d'actions lors de leur émission par une entreprise (et non par leur achat sur le marché secondaire). Une question demeure toutefois ouverte : comment la CDPQ peut-elle faire cela mieux que les institutions financières privées? Il est possible que la CDPQ ait un horizon d'investissement plus long ou encore qu'elle possède de meilleures informations étant donné sa présence sur le marché québécois depuis plus de 40 ans. C'est là un sujet de recherche sur lequel il faudrait revenir¹¹⁷.

Il demeure que la CDPQ est d'abord imputable à ses déposants (sur lesquels se penche la prochaine section), qui n'ont pas comme mandat de promouvoir le développement économique du Québec. À cet égard, il est important de noter que, pour nombre de Québécois, la Caisse est un instrument important de diversification géographique du risque associé à leur retraite. En effet, la valeur des prestations fédérales de sécurité de la vieillesse et la capacité de l'État québécois de financer les services de santé utilisés par les retraités québécois dépendent toutes deux de la bonne tenue de l'économie canadienne et québécoise, source des recettes fiscales finançant ces programmes. Les investissements hors-Québec de la CDPQ pour le RRQ réduisent cette dépendance à la conjoncture domestique.

Reddition de comptes : Priorité aux déposants

En 2008, la Caisse comptait 25 déposants. La vaste majorité d'entre eux, soit 15 déposants, sont des caisses de retraite. Les régimes d'assurance représentent huit déposants, alors que le gouvernement du Québec, ses fonds spéciaux et ses entreprises publiques comptent pour cinq déposants. Après le Fonds du

117. À ce jour, nous ne disposons malheureusement pas de l'information nécessaire pour quantifier les interventions passées de la CDPQ dans ce domaine, et encore moins pour en quantifier l'impact économique.

RRQ en 1966, les autres déposants se sont ajoutés au fil des années (voir l'annexe pour le détail). Les ajouts les plus importants, en nombre de déposants, ont eu lieu depuis le tournant des années 2000. En quatre ans, de 2004 à 2008, onze nouveaux déposants ont confié leurs avoirs à la CDPQ.

Les principaux déposants

L'ajout répété de déposants a eu pour effet de modifier substantiellement la part relative de chacun de ceux-ci. Même si elle reste un des plus importants déposants en 2008, le RRQ a vu sa part relative des avoirs de la CDPQ passer de 58,7 % en 1980 à 21,9 % en 2008, soit presque trois fois moins (voir **tableau 39**). Depuis près de 30 ans, la part relative du RRQ diminue de façon constante. À l'inverse, le Régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics (RREGOP) a doublé sa part relative, passant de 15,3 % à 33,2 % au cours de la même période. Ce régime de retraite a toutefois connu sa part maximale des avoirs totaux en 2000, alors qu'il représentait 41,3 % de ceux-ci. Depuis, elle a diminué de façon régulière.

Relativement récent, son premier dépôt datant de 1995, le FARR accapare maintenant un cinquième des dépôts confiés à la CDPQ¹¹⁸. En 2000, il ne représentait que 8 % de ceux-ci. La CSST et la Société de l'assurance automobile du Québec (SAAQ) ont vu leurs parts respectives du total des avoirs à la CDPQ diminuer d'environ trois points de pourcentage, alors que la position de la Commission de la construction du Québec (CCQ) est restée relativement stable au fil du temps. L'ajout de nombreux petits déposants de 2004 à 2008 a fait croître rapidement la part des « autres déposants ». Celle-ci a plus que doublé en quatre ans, passant de 1,5 % en 2004 à 3,6 % en 2008.

118. Le FARR a été créé en 1993 et doit servir à financer le paiement des pensions de retraite. Le gouvernement y fait des versements annuels.

Malgré le grand nombre de déposants, trois d'entre eux représentaient individuellement plus de 20 % des actifs déposés à la Caisse en 2008, comme le montre le **tableau 39**. Conjointement, ils représentent plus des trois quarts (76,8 %) des montants sous gestion de la CDPQ. Il s'agit du RREGOP (33,2 % du total), du Fonds du RRQ (21,9 %) et du FARR (21,7 %). Six déposants individuels représentent collectivement plus de 95 % des sommes confiées à la CDPQ. En plus des trois déposants mentionnés précédemment, il faut ajouter le Régime supplémentaire de rentes pour les employés de l'industrie de la construction du Québec (8,2 %), sous la responsabilité de la CCQ, le Fonds de la santé et de la sécurité au travail (6,5 %) et le Fonds d'assurance automobile du Québec (4,8 %).

Les déposants et la gestion du risque

Le mécanisme de gestion et de détermination du risque de la Caisse s'adapte à celle de ses déposants. Ainsi, chaque déposant détermine d'abord son portefeuille de référence spécifique. Ceux-ci sont ensuite agrégés sous la forme d'un portefeuille de référence de la Caisse, qui représente donc la stratégie de placement de chacun des déposants. La Caisse se donne pour objectif de battre la performance de son portefeuille de référence. Pour ce faire, elle divise ses actifs en divers portefeuilles spécialisés qui sont soumis à une gestion active pour optimiser les rendements de ceux-ci. L'ensemble des portefeuilles spécialisés forment le portefeuille global de la Caisse. Le rendement du portefeuille global (réel) est comparé à celui du portefeuille de référence (virtuel) pour déterminer la performance de gestion de la Caisse.

Tableau 39 : Avoirs des déposants à la CDPQ, 1970-2008 (en milliers et en pourcentage)

Déposant	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2004	2005	2006	2007	2008
RREGOP Régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics	--	N/D	1 183	4 855	9 970	20 441	36 458	39 891	45 343	51 536	53 764	39 823
% du total	--	N/D	15,3	21,7	27,5	39,9	41,3	39,0	37,1	35,9	34,7	33,2
RRQ Fonds du Régime de rentes du Québec	1 245	N/D	4 548	11 090	14 649	15 361	18 599	22 854	27 436	32 680	34 761	26 227
% du total		N/D	58,7	49,5	40,4	30,0	21,1	22,3	22,5	22,8	22,4	21,9
FARR Fonds d'amortissement des régimes de retraite	--	--	--	--	--	939	7 023	14 985	20 859	26 823	31 962	26 101
% du total	--	--	--	--	--	1,8	8,0	14,6	17,1	18,7	20,6	21,7
CCQ Régime supplémentaire de rentes pour les employés de l'industrie de la construction du Québec	--	N/D	632	1 558	3 013	4 943	8 084	8 405	9 750	11 087	11 774	9 864
% du total	--	N/D	8,2	7,0	8,3	9,7	9,1	8,2	8,0	7,7	7,6	8,2
CSST Fonds de la santé et de la sécurité du travail	--	N/D	742	1 944	3 594	4 962	9 183	7 928	9 224	10 697	10 987	7 849
% du total	--	N/D	9,6	8,7	9,9	9,7	10,4	7,7	7,6	7,5	7,1	6,5
SAAQ Fonds d'assurance automobile du Québec	--	--	589	2 938	4 886	4 974	7 663	6 890	7 617	8 207	8 283	5 772
% du total	--	--	7,6	13,1	13,5	9,7	8,7	6,7	6,2	5,7	5,3	4,8
AUTRES			53	12	147	504	1 253	1 480	1 930	2 449	3 828	4 443
% du total			0,7	0,1	0,4	1,0	1,2	1,5	1,5	1,7	2,4	3,6
TOTAL		3 567	7 747	22 389	36 259	51 185	88 263	102 433	122 159	143 479	155 359	120 079

Source : Vaillancourt (2000) et Rapports annuels de la CDPQ 2000 à 2008.

Le gouvernement, l'Assemblée nationale et le public

Si la Caisse doit d'abord rendre des comptes à ses déposants, au premier chef en matière de gestion de risques, ses dirigeants sont aussi imputables au conseil d'administration de la Caisse puis, à divers degrés, auprès du ministère des Finances, de l'Assemblée nationale et du public. En cette matière, il est très difficile de trouver l'équilibre entre une divulgation suffisante d'information au public et la discrétion requise pour un organisme œuvrant au quotidien sur les marchés financiers.

L'épisode de la récente crise financière a bien mis en lumière les tensions inhérentes à la reddition de comptes de la CDPQ. Les parlementaires ont par deux fois convoqué une séance *ad hoc* de la Commission des finances publiques (en novembre 2007 et en mai 2009), où la direction de la Caisse a dû justifier ses décisions. Ces commissions parlementaires spéciales ont donné lieu à une joute politique particulièrement colorée mais, dans l'ensemble, peu de réponses ont émergé.

Certains ont proposé de formaliser et de baliser le processus de comparution des dirigeants de la CDPQ devant les parlementaires, notamment en allouant plus de temps à l'étude de ses résultats annuels¹¹⁹. Le 26 mai dernier, le gouvernement a annoncé qu'il demanderait désormais à la Caisse de comparaître annuellement devant la Commission des finances publiques pendant quatre heures, lors d'un moment lui étant spécifiquement réservé. L'absence ou l'insuffisance de reddition de compte sur les rendements de la CDPQ entre les rapports annuels a également fait l'objet de critiques, amenant la Caisse à fournir pour la première fois en août 2009 des résultats semestriels partiels.

119. Voir, par exemple, Joanis, M. et A. Genest, « Caisse de dépôt et placement – reddition de compte : où est l'équilibre », *Le Devoir*, 8 août 2008.

Conclusion : Mettre la caisse à l'abri de la tempête

Quelles seront les conséquences concrètes des pertes de 2008 pour les Québécois? Il est encore tôt pour se prononcer à ce sujet. Les résultats pour les exercices 2009 et 2010 permettront de juger dans quelle mesure la reprise des marchés compensera pour les pertes de 2008. Pour réussir, la direction de la Caisse aura besoin de marge de manœuvre et il faut collectivement accepter une certaine prise de risques pour s'assurer que la Caisse participe au rebond des marchés.

Par contre, la « tempête parfaite » doit être l'occasion, une fois la poussière retombée, de tenir un débat serein sur le rôle central que joue cette institution au Québec. Son lynchage sur la place publique chaque fois qu'elle dévoile des résultats décevants n'est dans l'intérêt de personne. Les débats souvent désordonnés qui ont fait rage en 2009 – frôlant parfois l'hystérie collective! – révèlent toutefois que certaines problématiques entourant la Caisse ne font pas l'objet d'un consensus social clair au Québec. Ce chapitre en a abordé quelques-unes : les rendements, l'investissement au Québec, la reddition de comptes, la gestion du risque. D'autres n'ont pas été abordés, comme l'adéquation entre le niveau de risque pris par la Caisse et le niveau de risque tolérable pour la population québécoise, la composition du conseil d'administration, ou encore la politique de rémunération de ses dirigeants. En temps et lieux, la tenue d'une commission scientifique et technique sur l'avenir de la CDPQ devrait être sérieusement envisagée, dans l'intérêt de la Caisse et de ses déposants.

Annexe

Tableau 40 : Chronogramme indiquant l'année d'arrivée des déposants de la CDPQ, 1966-1994

1966	1967	1968	1969	1970	1973		
Fonds du Régime de rentes du Québec <i>Caisse de retraite</i>	Fonds d'assurance-garantie <i>Régime d'assurance</i>	La Financière agricole du Québec <i>Régime d'assurance</i>	Autorité des marchés financiers <i>Régime d'assurance</i>	Régime supplémentaire de rentes pour les employés de l'industrie de la construction du Québec <i>Caisse de retraite</i>	Régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics <i>Caisse de retraite</i>	Régime de retraite du personnel d'encadrement <i>Caisse de retraite</i>	Fonds de la santé et de la sécurité du travail <i>Régime d'assurance</i>
1977	1978	1989		1990	1992	1994	
Régimes particuliers <i>Caisse de retraite</i>	Fonds d'assurance automobile du Québec <i>Régime d'assurance</i>	Régime de retraite des élus municipaux <i>Caisse de retraite</i>	Fédération des producteurs de bovins du Québec <i>Régime d'assurance</i>	Régime complémentaire de rentes des techniciens ambulanciers/paramédics et des services préhospitaliers d'urgence <i>Caisse de retraite</i>	Office de la protection du consommateur <i>Autre déposants</i>	Fonds d'amortissement des régimes de retraite <i>Caisse de retraite</i>	Société des alcools du Québec <i>Autre déposants</i>

Source : Caisse de dépôt et de placement, Rapport annuel 2007-2008.

Tableau 41 : Chronogramme indiquant l'année d'arrivée des déposants de la CDPQ, 1994-2008

1997	2004	2005		2006		2007	
Régime de rentes de survivants <i>Régime d'assurance</i>	Régime de retraite de l'Université du Québec <i>Caisse de retraite</i>	Régime de retraite du personnel des CPE et des garderies privées conventionnées du Québec <i>Caisse de retraite</i>	Fonds d'assurance parentale <i>Régime d'assurance</i>	Régime de retraite pour certains employés de la Commission scolaire de la Capitale <i>Caisse de retraite</i>	Régime complémentaire de retraite des employés syndiqués de la Commission de la construction du Québec <i>Caisse de retraite</i>	Régime de rentes pour le personnel non enseignant de la Commission des écoles catholiques de Montréal <i>Caisse de retraite</i>	Régime de retraite des membres de la Sûreté du Québec <i>Caisse de retraite</i>
2007		2008					
Régime de retraite des employés de la Ville de Laval <i>Caisse de retraite</i>	Fonds des générations <i>Gouvernement du Québec</i>	Fonds de la réserve budgétaire du gouvernement du Québec <i>Gouvernement du Québec</i>	Fonds des congés de maladie accumulés <i>Gouvernement du Québec</i>				

Source : Caisse de dépôt et de placement, Rapport annuel 2007-2008.